

中长期贷款回暖，关注后续货币、财政政策逆周期调节

—8月金融数据点评报告

债券点评报告

2019年09月12日

民生证券研究院

分析师： 李锋

执业证号： S0100511010001

电话： 010-85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理： 颜子琦

执业证号： S0100117120035

电话： 021-58768652

邮箱： yanziqi@mszq.com

研究助理： 孙嘉伦

执业证号： S0100118100014

邮箱： sunjialun@mszq.com

研究助理： 张伟

执业证号： S0100119070052

邮箱： zhangwei_yj@mszq.com

相关研究

1. 《信贷数据拖累社融，继续看多债牛格局》20190813
2. 《专项债发行放量助力社融回升，信贷结构仍有待改善》20190712
3. 《社融数据基本符合预期，关注利率债供给放量》20190612
4. 《四大因素拖累社融、M2 增速，关注利率债机会》20190509
5. 《社融与 M2 超预期，债市短期承压》20190415
6. 《票据融资受监管降温，信贷期限结构改善》20190311
7. 《社融增速企稳回升 政策传导有望进一步疏通》20190218
8. 《社融增速拐点未至，依旧看好债牛格局》20190116

一、事件概述

2019年9月11日央行发布2019年8月金融数据。8月份，M2同比增长8.2%，较上月回升0.1pct，与去年同期持平；社会融资规模增量1.98万亿元，存量216.01万亿元，同比增长10.7%，增速与上月持平。

二、分析判断

● 社融增速同比持平，人民币贷款显韧性，非标“红利”难持久

8月份社融增速与上月持平，较去年同期回落0.1pct，三方面值得关注：1) 专项债融资年内首次成为社融拖累项。8-10月为去年专项债发行高峰，高基数效应拖累8月金融数据，8月专项债净融资3213亿元，较去年同期减少893亿元。尽管本年专项债基本发行完毕，但明年专项债提前下达金额或在年内提前发行，四季度专项债或再度成为社融数据强有力支撑；2) 人民币贷款数据“显韧性”，对社融数据构成支撑。8月份新增人民币贷款1.3万亿元，环比增长61%，同比基本持平；3) 表外三项“红利”还在，但仍需警惕信托回落。8月份委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别同比少减694亿元/少减27亿元/多增936亿元，未贴现银行承兑汇票自2019年3月后再度转正，反应出企业融资意愿有所提升，但仍需关注未来信托融资持续走低的可能性。7、8月份信托贷款分别减少676/658亿元，而1-6月信托贷款月均增长155亿元，地产信托融资收紧效应逐步显现，后续信托融资或持续回落。考虑到基数效应，表外三项“红利”或可持续到年内四季度，但明年一季度或成为社融数据拖累项。

8月份M0存量7.32万亿元，同比上升4.8%，增速较上月回升0.3pct；M1存量55.7万亿元，同比增长3.4%，同比增速较上月回升0.3pct；M2存量193.6万亿元，同比增长8.2%，增速较上月增长0.1pct。值得关注的是，单位活期存款较7月份回升3250亿元，以往单位活期存款上升往往伴随房地产市场回暖，然而在楼市调控趋紧、地产需求走弱的背景下，单位活期存款有所回升，或与8月份新增人民币贷款回暖与企业经营活动意愿有所复苏有关。

● 新增人民币贷款总量回暖，期限结构同样亮眼

8月份新增人民币贷款1.3万亿元，环比增长61%，同比基本持平。从结构来看，居民贷款合计增加6538亿元，其中短期贷款增加1998亿元，同比少增600亿元；中长期贷款新增4540亿元，同比多增125亿元；非金融企业及其他部门人民币贷款增加6513亿元，同比多增386亿元，其中短期贷款减少355亿元，同比少减1393亿元；中长期贷款新增4285亿元，同比多增860亿元；票据融资单月新增2426亿元，同比少增1673亿元。在地产融资显著收紧的背景下，8月份新增人民币贷款数据韧性显现，我们认为专项债“信贷组合”模式的推广对新增人民币贷款构成强有力的支持。此外，新增人民币贷款期限结构亦较为亮眼，非金融企业及其他部门新增人民币贷款中，有65.8%为中长期贷款，新增人民币贷款从总量及结构维度均有改善。

● 企业债券融资环比回暖，利差修复持久性有待观察

8月企业债券融资3041亿元，环比增长35.8%，同比下行10.6%。从信用债净融资来看，8月份申万产业债口径剔除银行、非银金融产业债净融资2773亿元，同比增加400亿元，环比增加774亿元，产业债净融资持续回暖；分评级来看，AAA/AA+/AA评级企业净融资分别为1928/461/305亿元，结构性问题有所改善，但分化依然较为明显；另一方面，7月份产业债利差整体收窄16.6bp，AAA/AA+/AA等级信用利差分别收窄11.7bp/6.2bp/23.0bp，分别在历史5.8%/86.5%/86.6%分位数水平，高等级信用利差已修复至历史较低水平，中低等级利差则依然处于历史高位。整体来看，信用债市场对于外部环境变化、经济下行压力以及违约潮的反应逐渐钝化，利差自5月份小幅反弹后再度进入修复周期，但信用环境整体收紧的背景下，此次利差修复的持久性仍需进一步观察。

● 关注后续降息可能性，无风险利率仍有下行空间

8月份央行频繁进行公开市场操作，并对到期MLF进行增量续作。8月份，受到税期、政府债券发行缴款等多重因素影响，央行频繁投放逆回购对冲流动性收紧，单月合计投放逆回购7100亿元，同时对于8月份到期的两期MLF均选择了小幅超额续作。从资金价格来看，8月份资金价格小幅上行，8月底R001/R007/DR001/DR007较7月末分别变动-2.48/+10.55/+0.92/+10.42bp。

降准“靴子落地”，无风险收益率仍有下行空间。9月6日，央行宣布降准，此次降准存在多重目的：1）建国70周年大庆之际进一步稳定市场预期；2）稳定同业到期压力；3）对冲外部环境不确定性因素；4）或为地方债提前发行预留空间。整体来看，央行在二季度货币政策执行报告中提出的货币政策“以我为主，适当考虑国际形势”方针得以兑现，后续降息仍可期。尽管明年专项债提前下达部分或在年内提前发行，但届时大概率会有相应货币政策配合，专项债供给对于无风险收益率冲击有限。我们认为，基本面、资金面、国际利差带动无风险收益率下行的趋势依然不变，叠加未来降息可期，建议持续关注近期无风险收益率下探带来的交易机会。

风险提示：流动性收紧

分析师与研究助理简介

李 锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

颜子琦，固收方向研究助理，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，2017年加入民生证券，主要参与利率债与城投债研究。

孙嘉伦，固收方向研究助理，约翰霍普金斯大学金融硕士，2018年加入民生证券，主要参与地方政府债与产业债研究。

张伟，固收方向研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，2019年加入民生证券，主要参与可转债研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10173

